

米債券市場動向

調査研究部 古金 義洋

○タームプレミアムの変化が最近の米10年債利回りの動きに最も大きく影響

米10年国債利回りは昨年9月の2.0%から今年5月には3.1%に上昇したが、その後2.8%まで反落した。足もとでは3%未満の水準で推移している。

昨年9月から今年5月にかけての利回り上昇、その後の低下を、①実質的な金融引き締め（利上げ）予想、②インフレ期待、③その他のリスクプレミアム部分、に要因分解してみよう。

名目長期金利＝名目予想短期金利＋タームプレミアム、であり、さらに、

右辺の、名目予想短期金利＝実質予想短期金利＋予想インフレ率、であるため、

名目長期金利＝（実質予想短期金利＋予想インフレ率）＋タームプレミアム、と3つの部分に分解できる。

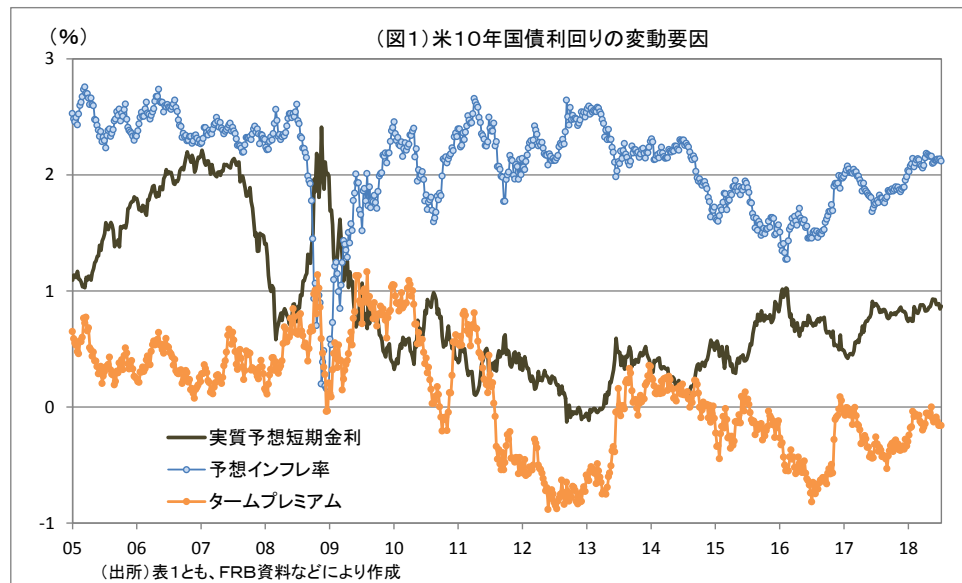
タームプレミアムと

というのは、投資家が債券を長期間保有するに際して要求する、利回りの上乗せ分のことだ。

例えば、2年債利回りは、現在の1年債利回りと1年後の1年債利回り（予想）の平均値と考えることができるが、投資する側からすれば、2年間の保有は価格変化などのリスクが大きいため、そのリスクに見合う上乗せ利回りがあるべきと考えられる。

F R Bは先物市場の動向などから定期的にタームプレミアムの数値を計算し、発表している。

①実質予想短期金利、②インフレ期待、③



(表1)米10年国債利回りの変動要因

(%、%ポイント)

	10年国債利回り	実質予想短期金利	予想インフレ率	タームプレミアム
2017年9月8日	2.05	0.77	1.81	-0.53
2018年5月18日	3.06	0.90	2.16	0.00
2018年6月29日	2.86	0.89	2.13	-0.16
17/9→18/5変化幅	1.01	0.13	0.35	0.53
18/5→18/6変化幅	-0.20	-0.01	-0.03	-0.16

(注) 週次データであるため、最高値、最安値の日時とは一致しない。

FRBのタームプレミアム公表値が6月末までであるため、直近のデータは6月29日になる。



その他のリスクプレミアム部分、という3つの構成要素のそれぞれの動きをみたものが図1、昨年9月から今年5月までの利回り上昇、その後の利回り低下について、3つの部分のそれぞれの寄与をみたのが、表1だ。

これをみると、昨年9月から今年5月までの1.0%ポイント分の利回り上昇については、タームプレミアムの寄与度が0.5%、予想インフレ率の寄与度が0.4%、実質予想短期金利の寄与度が0.1%だった。

また、今年5月から6月末までの0.2%ポイント分の利回り低下については、タームプレミアムの寄与度が0.2%であり、予想インフレ率、実質予想短期金利の寄与度がともにほぼゼロだった。

○金融政策の不確実性低下が最近のタームプレミアム低下をもたらしている

最近の利回り上昇場面、低下場面ともに利上げ期待やインフレなどの要因ではなく、タームプレミアムの寄与度が相対的に大きかったことがわかるが、では、何がタームプレミアムを上昇（下落）させたのか。

図1で、2005年以降のタームプレミアムの動きをみてみると、2011年頃まではプラス0～1%程度の範囲で推移していた。前述した通り、タームプレミアムは債券の長期保有にかかるリスクに見合った利回りの上乘せ分であるため、通常はプラスであると考えられる。

しかし、FRBの量的金融緩和（QE1開始は2008年11月、QE2開始は10年11月、QE3開始は12年9月）が長期債の需給をひっ迫させたと考えられ、そのためにタームプレミアムは2011年後半から13年前半にかけてマイナス域に低下した。

FRBの量的金融緩和が実際、タームプレミアムの水準に大きな影響を及ぼしていたこ

とは、13年5月にバーナンキ元FRB議長がテーパリング（追加的な債券購入をやめること）を示唆したことで、タームプレミアムが急上昇し、利回りも急上昇したことからわかる。

2013年後半から14年末ころまで、タームプレミアムはゼロ～プラス0.4%と若干のプラス圏で推移したが、16年7月にかけてマイナス0.8%まで、さらに17年9月にかけてはマイナス0.5%まで、低下した。

14年10月にはテーパリングが終了し（FRBによる追加的な債券購入がゼロとなり）、17年10年からは償還を迎える債券の再投資をやめる形でFRBの債券保有残高が縮小している。このため、16年、17年のタームプレミアム低下は「量的金融緩和」以外の要因によってもたらされたとみられるが、だとすればそれは何か。

16年のタームプレミアム低下の要因として考えられるのは、16年に景気が減速したことだ。この時期は、2015年末に最初の利上げが実施されたが、その後の景気減速で16年中の利上げはほぼ見送られ、2回目の利上げは16年末となった。景気減速で量的金融緩和長期化への期待が強まるなどにより、長期債の需給が予想以上に逼迫し、タームプレミアムが低下したものと思われる。

では景気が再び上向きだした17年に再びタームプレミアムが低下したのはなぜか。考えられるのは、経済・物価、金融政策の不確実性が低下したことだ。17年は成長率、インフレ率がともに安定し、金融政策についても「緩やかな利上げ」予想が定着した。株価が大幅に上昇したのも、景気拡大に伴う企業収益回復に加えて、VIX指数^(注)の低下にみられた不確実性低下あるいはボラティリティ低下が原因だった。



2004年7月～06年7月にも、比較的速めの利上げ(年8回ペースでの利上げ)局面で、2004年後半から2005年末にかけて、10年国債利回りが低下した時期があった。この長期金利低下を当時のグリーンズパンFRB議長は05年2月に「謎(コナンドラム)」であると述べた。

当時は利上げによって予想短期金利が上昇したが、反対にタームプレミアムが

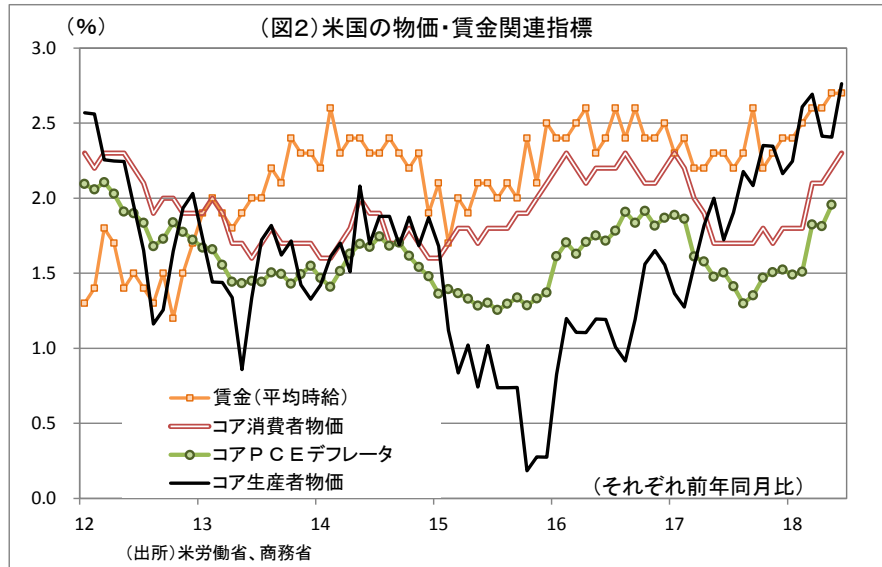
低下し、差し引きで、10年国債利回りは軟調に推移していたことがわかる。当時の金利低下については、世界的な貯蓄超過が原因とする説(バーナンキ元議長など)もあったが、不確実性低下が大きな原因であったとみてい

だらう。足元のタームプレミアム低下についても、米景気が好調を維持し、貿易戦争リスクや中東などの地政学リスクは高まっているものの、今のところ「インフレ加速のテンポは比較的緩やか」とみられており、結果として、FOMCが「漸進的な金利引き上げ」の姿勢を堅持していることが原因だろう。

○楽観的すぎる物価見通しが外れれば、長期金利は一気に上昇する可能性

ただ、こうした不確実性の低い状況は続かないおそれがある。最大の疑問点は、本当に「インフレ加速のテンポが緩やか」なのかという点だ。

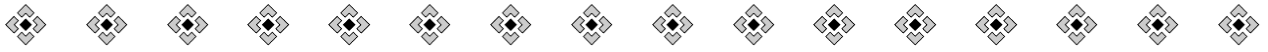
米国経済・物価のコンセンサス予想(ブルームバーグ集計)をみると、成長率が18年2.9%、19年2.5%と潜在成長率(米議会予算



局によれば1.9%程度)を超える成長が予想されている。これに対して、物価(コアPCEデフレーター上昇率)予想は、18年、19年とも2.1%の予想で、ほぼ直近5月の実績値(前年比2.0%)のまま横ばいで推移するという見方だ。FOMCの物価予想も18年1.9~2.0%、19年2.0~2.2%、20年2.1~2.2%で、民間エコノミストの予想とほとんど変わらない。

だが、実際の成長率が潜在成長率を上回るため、失業率は一段と低下し、労働需給が一段と逼迫することは避けられない。一方、保護主義政策による輸入抑制が国内製品需給をひっ迫させ、輸入関税率の引き上げが輸入物価を押し上げる。実際、物価・賃金関連指標は一様に上向いている(図2参照)。

これらを考慮すると、少なくともコアPCEデフレーターの上昇が今の2.0~2.1%の水準で止まるとみるのは余りに楽観的な見通しに思える。10年債利回りの構成要素である「予想インフレ率」は、足もとで2.1%と2003年以降の平均的な水準に一致しており、本当に賃金や物価が安定している状況が続けば、現在の2.1%でもおかしくないが、おそらく「予想



インフレ率」も上向いていくだろう。

また、FOMCメンバーのFF金利予想(18年末2.375%、19年末3.125%、20年末3.375%、長期2.875%)から計算される今後10年間のFF金利の平均値は2.93%で、債券市場が示す名目予想短期金利の数値(3.02%)とほぼ一致しており、債券市場はFOMCの金利予想をほとんど織り込んでいると考えられるが、物価見通しが上方修正されれば、FF金利予想も上方修正が必要になる。

そうなれば、「予想短期金利」も上方修正され、その分、長期金利は押し上げられる。

最後に、言うまでもなく、物価の低位安定というシナリオが崩れれば、言うまでもなく、「漸進的な金利引き上げ」の姿勢も変更せざるをえなくなるだろう。

不確実性の高まりから「タームプレミアム」も上昇するだろう。

コアPCEデフレーター上昇率は、この先、少なくとも2%台半ば近辺まで加速していく可能性があるが、それは、10年国債利回りの構成要素である、①予想インフレ率、②実質予想短期金利、③タームプレミアム、をそれぞれ上昇させる可能性がある。

今後の物価のちょっとした動きが長期債利回りを一気に大きく上昇させる可能性がある点に注意しなければいけないだろう。

(7月24日 記)

(注) ボラティリティ・インデックス (Volatility Index) のこと。米国シカゴ・オプション取引所が、S&P500を対象とするオプション取引の値動きを元に算出・公表している。一般に、数値が高いほど、投資家が先行きに対して不安を感じているとされる。